

ISSN 2303-0356



# *Jurnal Akuntansi*



Volume 2 – Nomor 1, Februari 2012

---

## **Market Reaction**

- PENGARUH MANAJEMEN LABA TERHADAP KINERJA OPERASI DAN RETURN SAHAM OBLIGASI  
Fitri Widiastuti dan Eddy Suranta
- PENGARUH INFORMASI LABA, ARUS KAS DAN KOMPONEN ARUS KAS TERHADAP HARGA SAHAM  
Yopi Oktapiana dan Ridwan Nurazi
- REAKSI PASAR ATAS KINERJA FINANSIAL DAN KETEPATAN PUBLIKASI LAPORAN KEUANGAN  
Suratini dan Nikmah
- REAKSI PASAR TERHADAP PENGUMUNAN KENAIKAN DAN PENURUNAN DIVIDEN  
Terry Astelia Destayani dan Ridwan Nurazi
- PENGARUH *FREE CASH FLOW* TERHADAP *RETURN*: DIMODERASI KESEMPATAN INVESTASI DAN SIKLUS HIDUP  
Jefry Farama dan Pratana Puspa Mediastuty
- PENGARUH KINERJA KEUANGAN TERHADAP HARGA SAHAM  
Septi Ariani dan Ridwan Nurazi

# *Jurnal Akuntansi*

Volume 2, Nomor 1, Februari 2012

---

Terbit 3 kali dalam setahun pada bulan Februari, Juni, dan Oktober. Berisi tulisan yang diangkat dari hasil penelitian atau pemikiran akuntansi akademisi, praktisi, mahasiswa dan lain yang relevan bagi pengembangan profesi dan praktek akuntansi di Indonesia.

## **Penyunting (Editors)**

Eddy Suranta (*Chief Editor*)

Rini Indriani (*Chief Managing Editor*)

Fachruzzaman

Irwansyah

Fadli

## **Mitra Bebestari/Penelaah (Reviewers)**

Sylvia Veronica N. P. Siregar	UI
Dwi Martani	UI
Ersa Tri Wahyuni	UNPAD
Soekrisno Agoes	UNTAR
Abdul Rohman	UNDIP
Tarjo	UTM
Joni Pambelum	UNPAR

## **Sekretariat (Editorial Secretary)**

Herawansyah

## **Kantor Penyunting (Editorial Office)**

Jurusan Akuntansi FE-UNIB  
Gedung K, Jalan Raya Kandang Limun Bengkulu  
Telp. (0736) 344196  
E-mail: ja\_unib@yahoo.co.id

---

Jurnal Akuntansi, penerbitan perdana “Februari 2011”

Oleh Jurusan Akuntansi FE-UNIB

---

Redaksi menerima sumbangan tulisan hasil penelitian yang belum pernah diterbitkan dalam media lain. Naskah diketik di atas kertas HVS A4 spasi 1 dengan jumlah 20-25 halaman kerta A4, dengan format seperti yang tercantum pada Kebijakan Editorial

---

# *Jurnal Akuntansi*

Volume 2, Nomor 1, Februari 2012

---

## **Market Reaction**

I – 26

PENGARUH MANAJEMEN LABA TERHADAP KINERJA OPERASI  
DAN RETURN SAHAM OBLIGASI

Fitri Widiastuti dan Eddy Suranta

27 – 44

PENGARUH INFORMASI LABA, ARUS KAS DAN KOMPONEN  
ARUS KAS TERHADAP HARGA SAHAM

Yopi Oktapiana dan Ridwan Nurazi

45 – 59

REAKSI PASAR ATAS KINERJA FINANSIAL DAN KETEPATAN  
PUBLIKASI LAPORAN KEUANGAN

Suratini dan Nikmah

60 – 77

REAKSI PASAR TERHADAP PENGUMUNAN KENAIKAN DAN  
PENURUNAN DIVIDEN

Terry Astelia Destayani dan Ridwan Nurazi

78 – 105

PENGARUH FREE CASH FLOW TERHADAP RETURN:  
DIMODERASI KESEMPATAN INVESTASI DAN SIKLUS HIDUP

Jefry Farama dan Pratana Puspa Mediastuty

106 – 124

PENGARUH KINERJA KEUANGAN TERHADAP HARGA SAHAM

Septi Ariani dan Ridwan Nurazi

# *Jurnal Akuntansi*

Volume 2, Nomor 1, Februari 2012

---

## **Kebijakan Editorial dan Pedoman Penulisan Artikel**

### **Kebijakan Editorial**

Jurnal Akuntansi, JA diterbitkan oleh Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Bengkulu secara berkala (setiap empat bulan) dengan tujuan untuk mempublikasikan hasil penelitian dan pemikiran akuntansi yang relevan bagi pengembangan profesi dan praktek akuntansi di Indonesia. Sesuai dengan tujuannya, jurnal ini diharapkan dibaca oleh para akademisi, praktisi, peneliti, regulator, mahasiswa, dan pihak lain yang tertarik dengan pengembangan dan praktek akuntansi di Indonesia umum.

Lingkup tulisan hasil penelitian dan pemikiran akuntansi yang dimuat dalam JA berkaitan dengan aspek-aspek yang dikaji dalam akuntansi, secara garisbesar meliputi bidang:

- |                                      |                       |
|--------------------------------------|-----------------------|
| – Akuntansi Keuangan dan Pasar Modal | – Sistem Informasi    |
| – Akuntansi Manajemen                | – Etika dan Akuntansi |
| – Akuntansi Sektor Publik            | – Profesi Akuntansi   |
|                                      | – Perpajakan          |

JA menerima kiriman artikel hasil penelitian dan pemikiran akuntansi yang ditulis dalam Bahasa Indonesia atau Bahasa Inggris. Penulis harus menyatakan bahwa artikel yang dikirim ke JA tidak dikirimkan atau telah dipublikasi dalam jurnal yang lain. Untuk penelitian dengan pendekatan survei atau eksperimental, penulis harus melampirkan instrument penelitian (kuisisioner, kasus, daftar wawancara, dan lain-lain).

Penentuan artikel yang dimuat dalam JA melalui proses *blind review* oleh editor JA dengan mempertimbangan antara lain: relevansi artikel terhadap pengembangan profesi, praktek dan pendidikan akuntansi; dan terpenuhinya persyaratan baku publikasi jurnal. Editor bertanggungjawab untuk memberikan masukan yang konstruktif dan jika dipandang perlu menyampaikan hasil evaluasi terhadap kepada penulis artikel.

### **Pedoman Penulisan Artikel**

Berikut ini adalah pedoman penulisan artikel dalam JA yang dapat menjadi acuan pertimbangan bagi penyumbang artikel:

- I) Artikel yang sedang dipertimbangkan untuk dipublikasikan di jurnal lain atau penerbit lain tidak dapat dikirim ke JA. Penulis harus menyatakan bahwa artikel tidak dikirim atau dipublikasikan di media lainnya.

- 2) Artikel diserahkan selambat-lambatnya pada tenggad waktu setiap edisi JA yang diumumkan sebelumnya.

### 3) Format

- a) Artikel diketik dengan huruf Times New Roman ukuran 12 point dengan jarak baris 1 spasi pada kertas A4 (8,27" x 11,69"). Kutipan langsung yang panjang (lebih dari tiga setengah baris) diketik dengan jarak baris satu dengan *indented style* (bentuk berinden).
  - b) Artikel ditulis seefisien mungkin sesuai dengan kebutuhan, dengan panjang artikel berkisar 25-30 halaman.
  - c) Batas atas, bawah, sisi kiri dan kanan sekurang-kurangnya 2.5 cm
  - d) Halaman muka (*cover*) setidaknya menyebutkan judul artikel dan identitas penulis.
  - e) Semua halaman, termasuk tabel, lampiran, dan referensi harus diberi nomor urut halaman
  - f) Penulisan judul (*headings*) suatu bagian di artikel adalah sebagai berikut:
  - g) Tabel/gambar sebaiknya disajikan pada halaman terpisah dari badan tulisan (umumnya di bagian akhir naskah). Penulis cukup menyebutkan pada bagian di dalam teks, tempat pencantuman tabel atau gambar.
    - Judul utama (sebelum isi artikel) di tengah, dicetak tebal, huruf besar, ukuran 14.
    - Judul tingkat satu di tengah, dicetak tebal, huruf besar.
    - Judul tingkat dua dan tiga di margin kiri, dicetak tebal, huruf besar di awal kata.
- Contoh:

<p style="text-align: center;"><b>JUDUL ARTIKEL</b></p> <p style="text-align: center;"><b>Fachra Herdiani</b> <i>Fakultas Ekonomi Universitas Bengkulu</i> <a href="mailto:fachra-hr@gmail.com">fachra-hr@gmail.com</a></p> <p style="text-align: center;"><b>Abstract</b></p> <p>.....</p> <p>.....</p> <p>.....</p> <p>.....</p> <p>.....</p> <p style="text-align: center;"><b>1. Pendahuluan</b></p> <p><b>1.1</b> ....</p> <p><b>1.1.1</b> ....</p>
--

- h) Setiap tabel atau gambar diberi nomor urut, judul yang sesuai dengan isi tabel atau gambar, dan sumber kutipan (bila relevan).
- i) Kutipan dalam teks sebaiknya ditulis di antara kurung buka dan kurung tutup yang menyebutkan nama akhir penulis, tahun tanpa koma, dan nomor halaman jika perlu.
- j) Setiap artikel harus memuat daftar referensi (hanya yang menjadi sumber kutipan) mengacu penyusunan daftar pustaka yang menggunakan sistem Harvard.

#### 4) Sistematika Penulisan

**Abstrak/Sinopsis** bagian ini memuat ringkasan hasil penelitian atau pemikiran akuntansi, antara lain mengenai: masalah, tujuan, metode/pembahasan, temuan, dan kontribusi hasil penelitian/artikel. Abstrak disajikan di awal teks dan terdiri antara 100-200 kata (sebaiknya disajikan dalam bahasa Inggris). Abstrak diikuti dengan sedikitnya empat kata kunci (*keywords*) untuk memudahkan penyusunan indeks artikel.

**Pendahuluan** menguraikan latar belakang (motivasi), rumusan masalah, pernyataan tujuan, dan (jika dipandang perlu) organisasi penulisan artikel.

**Kerangka Teoritis dan Pengembangan Hipotesis** (jika ada) memaparkan kerangka teoritis berdasarkan telaah literature yang menjadi landasan logis untuk mengembangkan hipotesis atau proposisi riset dan model riset (jika dipandang perlu).

**Metode Riset** memuat metode seleksi dan pengumpulan data, pengukuran dan definisi operasional variable, dan metode analisis data.

**Analisis Data** menguraikan analisis data riset dan deskriptif statistik yang diperlukan.

**Pembahasan dan Kesimpulan** berisi pembahasan mengenai temuan dan kesimpulan riset.

**Implikasi dan Keterbatasan** menjelaskan implikasi temuan dan keterbatasan riset, serta jika perlu saran yang dikemukakan peneliti untuk riset yang akan datang.

**Daftar Referensi** memuat sumber-sumber yang dikutip dalam penulisan artikel. Hanya sumber yang diacu yang dimuat di daftar referensi ini.

**Lampiran** memuat table, gambar, dan instrument riset yang digunakan.

Sistematika penulisan artikel berupa pemikiran akuntansi, terdiri dari: abstrak, pendahuluan (dapat berupa alinea pembuka) yang mengungkap latarbelakang dan tujuan, pembahasan, pemikiran, dan kesimpulan.

#### 5) Biografi Penulis, pada bagian akhir artikel ditulis biografi atau CV singkat penulis yang minimal berisi:

- Pekerjaan dan Profesi saat ini
- Pekerjaan atau profesi sebelumnya yang dianggap penting
- Pendidikan formal terakhir

#### 6) Kebijakan Reproduksi

Artikel yang telah dipublikasi di JA menjadi hak cipta Jurusan Akuntansi FE-UNIB. Untuk tujuan edukatif, isi dari JA dapat dikopi atau direproduksi selama menyebut sumber dari artikel tersebut. Permintaan tertulis harus diajukan kepada Editor untuk memperoleh ijin mereproduksi ini dari JA untuk tujuan lainnya selain tujuan edukatif.

#### 7) Kebijakan atas Ketersediaan Data

Kosisten dengan tujuan dari JA, penulis artikel diharapkan dapat memberikan data yang dimiliki kepada yang memerlukannya dan memberikan informasi cara memperoleh data tersebut.

## PENGARUH FREE CASH FLOW TERHADAP RETURN: DIMODERASI KESEMPATAN INVESTASI DAN SIKLUS HIDUP

Jefry Farama

[farama.jef@yahoo.com](mailto:farama.jef@yahoo.com)

Pratana Puspa Midiastuty

[pratanamidiastuty@yahoo.com](mailto:pratanamidiastuty@yahoo.com)

### ABSTRACT

The aims of this research is to find empirical evidence about the influence of free cash flow to return with moderation by investment opportunity set and life cycle of firm. This study tested the influence of free cash flow (either positive FCF and negative FCF). At each of IOS level, either high or low and was related to the life cycle of firm phases.

Sample used in this study are selected using purposive sampling from non financial companies and have listed in Indonesian Stock Exchange (IDX) during period 2003 up to 2006. the obtained samples were 131 companies with 524 observations.

Overall the result of the study (H1), showing that positive FCF has a positive and significant to the return rater than the negative FCF. For H2 testing result showed that FCF (either positive FCF and negative FCF) have insignificant effect when company with high IOS. Then, for H3 testing result showed an insignificant effect as well, so conclude that, the present and exiting FCF doesn't show that the firm is at start-up – mature phase yet certainly, which indicates that the phase, the companies has a high IOS level. FCF of the start-up – mature phase may be caused by a high leverage, because the firm tend to use any external fund. This external fund usage is possible because the lack of internal fund to donate the whole of investment.

**Keywords :** *Signalling Theory, Agency Theory, Free Cash Flow, Investment Opportunity Set, Life Cycle Of Firm.*

### 1. Pendahuluan

#### 1.1 Latar Belakang

Terkait keputusan manajemen untuk tidak mengambil langkah kebijakan membagikan *free cash flow* tersebut dalam bentuk peningkatan pembayaran dividen, hal ini cenderung akan memancing masalah keagenan (*agency problem*) antara manajemen (*agent*) dan pemegang saham (*principal*). Adapun pemegang saham berharap hal tersebut dibagikan dalam bentuk peningkatan pembayaran dividen sehingga akan menambah kesejahteraan mereka. De Jong (1999) memberikan argumen bahwa konflik keagenan berkaitan dengan *overinvestment problem* dan *underinvestment problem*.

Adanya FCF sebagai sumber dana internal banyak dimanfaatkan oleh perusahaan dalam merealisasikan proyek-proyek yang memiliki kesempatan investasi yang tinggi. Jika perusahaan memiliki set kesempatan investasi yang tinggi dan memiliki FCF yang tinggi, maka investor akan memandang bahwa perusahaan tersebut akan mampu mendanai

kegiatan investasinya yang menguntungkan tersebut dengan dana yang murah, sehingga pasar akan bereaksi positif terhadap sahamnya yang dapat meningkatkan *return* yang diterima para investor di masa yang akan datang (Kartikasari, 2005).

Kinerja perusahaan dicerminkan dalam laporan keuangan yang dimilikinya, dari laporan keuangan ini investor bisa menilai kinerja suatu perusahaan dalam mendapatkan laba. Investor dan kreditur harus merasa yakin bahwa ukuran kinerja yang menjadi fokus dan perhatian mereka adalah yang mampu secara baik menggambarkan kondisi ekonomi serta prospek perusahaan di masa depan. Investor dan kreditur berkepentingan untuk mengetahui informasi yang lebih superior dan lebih bermanfaat untuk mengevaluasi kinerja perusahaan pada suatu saat tertentu, yang nantinya akan bermanfaat bagi investor dalam menentukan jenis investasi apa yang akan dilakukan (Puspitasari dan Gumanti, 2005). Adapun *Earning per share* merupakan indikator yang secara ringkas menyajikan kinerja perusahaan yang dinyatakan dengan laba.

Penelitian ini dimotivasi oleh penelitian yang telah dilakukan oleh Yudianti (2004). Adapun penelitian yang dilakukan oleh Yudianti (2004) menguji permasalahan *free cash flow* yang dihubungkan dengan nilai pemegang saham (*shareholder value*) yang diproksikan dengan *return*. Selanjutnya Yudianti (2004) juga menguji permasalahan-permasalahan *free cash flow* yang dihubungkan dengan set kesempatan investasi (*investment opportunity set*) serta pengaruhnya dengan nilai pemegang saham (*shareholder value*).

## 1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan uraian latar belakang di atas, maka permasalahan yang akan diteliti dalam penelitian ini, ialah:

1. Apakah *free cash flow* berpengaruh positif terhadap *return*, dan apakah ketika perusahaan memiliki *free cash flow* positif maupun *free cash flow* negatif, berpengaruh positif terhadap *return*?
2. Apakah ketika perusahaan memiliki set kesempatan investasi (IOS) yang tinggi, *free cash flow* berpengaruh positif terhadap *return*?
3. Apakah *free cash flow* positif berpengaruh positif terhadap *return*, dan apakah ketika perusahaan memiliki set kesempatan (IOS) tinggi pengaruhnya menjadi kuat?
4. Apakah *free cash flow* negatif berpengaruh positif terhadap *return*, dan apakah ketika perusahaan memiliki set kesempatan (IOS) tinggi pengaruhnya menjadi lemah?
5. Apakah *free cash flow* berpengaruh positif terhadap *return*, dan apakah ketika



perusahaan berada pada tahapan siklus *decline* pengaruhnya menjadi lemah?

6. Apakah pada saat *leverage* rendah, *free cash flow* berpengaruh positif terhadap *return* dan apakah pengaruhnya lemah ketika perusahaan berada pada tahapan siklus *start-up* – *mature*?
7. Apakah pada saat IOS rendah, *free cash flow* berpengaruh positif terhadap *return* dan apakah pengaruhnya lemah ketika perusahaan berada pada tahapan siklus *start-up* – *mature*?

## 2. TINJAUAN PUSTAKA

### 2.1 Kerangka Teoritis

#### 2.1.1 Teori Sinyal (*Signaling Theory*)

Prinsip *signaling* ini mengajarkan bahwa setiap tindakan mengandung informasi. Hal ini disebabkan karena adanya asimetri informasi (*asimetric information*) atau ketidak samaan informasi. *Asimetric information* adalah kondisi dimana suatu pihak memiliki informasi yang lebih banyak daripada pihak lain (Pramastuti, 2007). Dengan kata lain, pihak manajemen memiliki informasi yang lebih banyak daripada investor (pemegang saham). Sebagai contoh, adanya perbedaan informasi yang diterima oleh manajemen dengan investor, dimana manajemen memiliki informasi yang lebih banyak dibandingkan dengan pihak investor di Pasar Modal.

#### 2.1.2 Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Masalah keagenan (*agency problem*) terjadi ketika adanya pemisahan fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan perusahaan, dimana pemilik mendelegasikan tugas dan wewenang pengelolaan perusahaan atau nama pemilik kepada manajer selaku pengelola perusahaan. Dalam melaksanakan tugas manajerial, manajemen memiliki tujuan pribadi (*self interesting*) yang bersaing dengan tujuan prinsipal didalam memaksimalkan kemakmuran pemegang saham sehingga tujuan perusahaan untuk memaksimalkan kesejahteraan pemilik modal (*principal*) tidak tercapai. Masalah yang timbul akibat pemisahan kepemilikan dan pengendalian perusahaan disebut konflik keagenan (*agency conflict*) (Amelia, 2007). Konflik muncul juga dipicu manakala salah satu pihak memiliki informasi yang lebih banyak.

Semakin besar asimetri informasi diantara pelaku pasar, maka akan dihasilkan biaya transaksi yang lebih tinggi dan likuiditas yang lebih rendah. Oleh karena itu, *return* yang dipersyaratkan oleh pelaku pasar meningkat dan sebaliknya harga sekuritas akan

mengalami penurunan (Komalasari dan Baridwan, 2001) dalam Amirya (2006). Myers dan Majluf (1984) dalam Yenaldi (2007) menyatakan bahwa, asimetri informasi menyebabkan perusahaan lebih mengutamakan dana internal daripada dana eksternal karena asimetri informasi tersebut menyebabkan pendanaan eksternal terlalu mahal bagi perusahaan.

### **2.1.3 *Free cash flow dan Return***

#### **1) *Free cash flow***

Penggunaan *free cash flow* memiliki dua kemungkinan, yakni seiring atau bertentangan dengan keinginan prinsipal (pemegang saham dan kreditur) (Mardiyah, 2003). *Free cash flow* biasanya menimbulkan konflik kepentingan antara pemegang saham dengan manajemen. Hal tersebut terjadi karena adanya perbedaan kepentingan diantara kedua belah pihak, yaitu pemegang saham menginginkan sisa dana tersebut dibagikan untuk meningkatkan kesejahteraannya, sebaliknya manajemen berkeinginan dana yang ada digunakan untuk diinvestasikan pada proyek-proyek yang menguntungkan (*profitable*) karena manajemen berharap akan menambah insentif bagi mereka.

#### **2) *Return***

*Return* merupakan hasil yang diperoleh dari investasi. *Return* dapat berupa *return* realiasi yang sudah terjadi atau *return* ekspektasi yang belum terjadi tetapi yang diharapkan terjadi dimasa yang mendatang (Jogiyanto, 2003:109).

### **2.1.4 *Set Kesempatan Investasi (Investment Opportunity Set)***

Gaver dan Gaver (1993) dalam Faisal (2006), menyatakan bahwa *investment opportunity set* (IOS) merupakan nilai perusahaan yang besarnya tergantung pada pengeluaran-pengeluaran yang ditetapkan oleh manajemen dimasa yang akan datang, yang pada saat ini merupakan pilihan-pilihan investasi yang di harapkan akan menghasilkan *return* yang lebih besar..

### **2.1.5 *Tahapan Siklus Hidup Perusahaan (life cycle of firm)***

Tandelilin (2001) menyatakan bahwa siklus hidup suatu perusahaan atas suatu industri akan cenderung digambarkan seperti bentuk kurva S (*S – shapped curve*), dimulai dengan *start-up*, *growth*, *maturity*, hingga *decline*. Menurut Brailsford (2002) siklus hidup perusahaan terdiri dari empat tahap utama yaitu, *pioneering*, *expansion*, *maturity*, dan *decline*. Black (1998) menyebutkan bahwa tahap *pioneering* sebagai tahap *start-up* dan menyebut tahap *expansion* sebagai tahap *growth* (dalam Juniarti dan Limanjaya, 2005).

## 2.2 Pengembangan Hipotesis

### 2.2.1 Pengaruh Pengaruh *free cash flow* terhadap *return*

*Free cash flow* merupakan hasil akhir dari pencapaian kinerja manajemen dalam melaksanakan kebijakan investasi, pendanaan, serta indikasi kegiatan performa perusahaan. *Free cash flow* yang tinggi menggambarkan pertumbuhan kinerja kas masa depan. Performa perusahaan yang tinggi mengindikasikan nilai pemegang saham (*shareholder value*) yang tinggi yang digambarkan dalam *return* yang tinggi untuk pemegang saham melalui dividen, harga saham atau laba ditahan dalam perusahaan untuk diinvestasikan pada masa mendatang (Yudianti, 2004).

Perusahaan dengan IOS yang tinggi mempunyai laba dan arus kas masa depan yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan yang tidak tumbuh. Hal ini merupakan berita baik bagi investor, sehingga mereka akan merespon berita tersebut secara positif pada harga saham yang tentunya dapat meningkatkan *return* saham perusahaan (Kartikasari, 2005).

Dari uraian diatas maka ditarik beberapa hipotesis alternatif:

**H1 = *free cash flow* berpengaruh positif terhadap *return***

**H1a = *free cash flow* positif berpengaruh positif terhadap *return***

**H1b = *free cash flow* negatif berpengaruh positif terhadap *return***

### 2.2.2 Pengaruh *free cash flow* terhadap *return* saat level IOS tinggi

Sebagaimana perusahaan yang memiliki set peluang investasinya tinggi, pendanaan proyek investasinya mengutamakan dari sumber dana yang termurah yaitu sumber internal. Karena itu, jika perusahaan yang memiliki set peluang investasinya dan memiliki FCF yang besar, maka investor akan memandang bahwa perusahaan tersebut akan mampu mendanai peluang-peluang investasinya yang menguntungkan tersebut dengan dana yang murah, sehingga pasar akan bereaksi positif terhadap sahamnya yang dapat meningkatkan *return* yang diterima para investor di masa yang akan datang.

Dari uraian diatas maka hipotesis alternatif yang diajukan adalah:

**H2 = Free cash flow berpengaruh positif terhadap *return*, ketika perusahaan memiliki level set kesempatan investasi (IOS) tinggi.**

**H2a = cash flow positif berpengaruh positif terhadap *return*, dan pengaruhnya menjadi kuat pada perusahaan yang memiliki level IOS tinggi.**

**H2b = Free cash flow negatif berpengaruh positif terhadap *return*, dan pengaruhnya menjadi lemah pada perusahaan yang memiliki level IOS tinggi.**

### 2.2.3 Pengaruh *free cash flow* terhadap *return* pada tahapan siklus hidup perusahaan

Dari beberapa penelitian tentang IOS, dapat diketahui bahwa variabel yang banyak digunakan dan mempengaruhi terhadap IOS adalah kinerja keuangan perusahaan salah satunya leverage (Belkaoui dan Picur, 2001) dalam Puspitasari dan Gumanti (2005). Hal ini didasarkan pada alasan bahwa dana yang digunakan oleh suatu perusahaan ketika memutuskan untuk melakukan kegiatan investasi dapat diperoleh dari tiga tahapan sumber yaitu, dari dana internal dimana dapat diperoleh pada laba ditahan, dan dari dana eksternal yang terdiri dari hutang serta penerbitan sekuritas dilantai bursa.

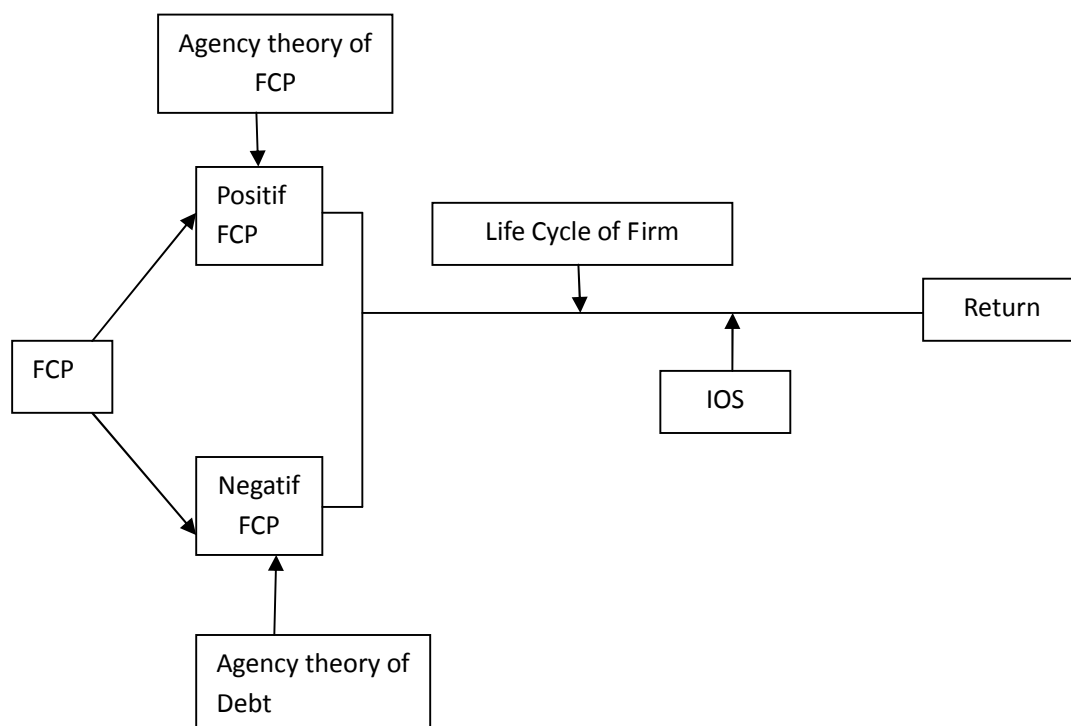
Dari uraian diatas maka hipotesis alternatif yang diajukan adalah:

**H<sub>3</sub> = *Free cash flow* berpengaruh positif terhadap *return* dan pengaruhnya menjadi lemah ketika perusahaan berada pada tahapan siklus *decline*.**

**H<sub>3a</sub> = Pada saat *leverage* rendah, *free cash flow* berpengaruh positif terhadap *return* dan pengaruhnya menjadi lemah ketika perusahaan berada pada tahapan siklus *start-up* - *mature*.**

**H<sub>3b</sub> = Pada saat IOS rendah, *free cash flow* berpengaruh positif terhadap *return* dan pengaruhnya menjadi lemah ketika perusahaan pada tahapan siklus *start-up* - *mature*.**

### 2.3 Model Penelitian



### 3. Metode Penelitian

#### 3.1 Metode Pengumpulan Data

Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode tahun 2003-2006. Untuk menentukan tahapan siklus hidup perusahaan, digunakan periode tahun 1999- 2005. Metode pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode pengambilan sampel berdasarkan pertimbangan (*judgement sampling*) yang digolongkan pada *purposive sampling* dengan kriteria :

- 1) Perusahaan-perusahaan non keuangan yang terdaftar (*listing*) di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode pengamatan 2003 sampai dengan 2006 serta tidak melakukan *delisting* selama periode tersebut
- 2) Perusahaan non keuangan yang menerbitkan laporan keuangan selama periode pengamatan yaitu dari tahun 2003 sampai dengan tahun 2006.
- 3) Tidak mengalami akuisisi dan *merger*.

#### 3.1 Pengukuran dan Definisi Operasional Variabel

Data penelitian ini diperoleh dari ICMD (*Indonesian Capital Market Directory*) dan *Annual Report* yang diterbitkan BEI. Metode pengumpulan data menggunakan dokumentasi dengan metode penggabungan (*pooling data*).

Variabel dependen dalam penelitian ini ialah *return* yang dihitung sebagai penggambaran ukuran kinerja perusahaan.

$$R_{it} = \frac{(P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}}$$

Dimana:

$R_{it}$  = return saham perusahaan i pada tahun ke t

$P_t$  = harga saham penutupan pada tahun ke t

$P_{t-1}$  = harga saham penutupan pada tahun t-1

Variabel independen penelitian ini adalah

##### 1. *Free cash flow*

Adapun Free cash flow dalam penelitian ini dihitung dengan menggunakan rumus (Brailsford et al. (2002) dan Suranta dkk. (2005)) yaitu:

$$FCF = OYBT + DEP + AMO - TAX PAID - DIVPAID$$

Dimana:

FCF = *free cash flow*  
 OYBT = laba bersih sebelum pajak dan bunga  
 DEP = penyusutan (depresiasi)  
 AMO = beban amortisasi  
 TAX PAID = pajak yang dibayarkan  
 DIV PAID = pembayaran dividen

1) *Leverage*

Leverage akan dihitung dengan membagi hutang jangka panjang dengan total aktiva (asset) yang dimiliki perusahaan. Secara sistematis akan dirumuskan sebagai berikut:

$\text{Leverage} = \frac{\text{Hutang Jangka Panjang}}{\text{Total Aktiva}}$
--

Sedangkan yang menjadi variabel moderasi adalah *investment opportunity set* (IOS) dan siklus hidup perusahaan (*life cycle of firm*). Dalam penelitian ini jumlah proksi *investment opportunity set* (IOS) yang digunakan adalah sebanyak 17 proksi yang terbagi kedalam 14 proksi berdasarkan harga seperti rasio *market to book value of equity* (MVEBVE), *Tobins'q*, rasio *Firm Value Property, Plant and Equipment* (VPPE), Rasio *Firm Value to Depreciation* (VDEP), rasio *book value to market value of assets* (BVAMVA), *Price to Earning Ratio* (PER), rasio *Depreciation to Firm Value* (DTFV), *Earning to Price Ratio* (EPR), rasio *Book Value of Property, Plant and Equipment to Book Value of Asset* (BVPPEBVA), rasio *Capital Expenditure to Book Total Asset* (RACTE), rasio *Book to Market Value of Equity* (BVEMVE), rasio *value of Property, Plant and Equipment to Firm Value* (VPPEFV), rasio *Gross Property, Plant and Equipment to Firm Value* (GVPPEFV), rasio *Depreciation to Book Value of Asset* (DTBVA). Ditambah dengan 3 proksi berdasarkan pada investasi diantaranya rasio *Capital Expenditure to Book Value Asset* (CAPBVA), rasio *Capital Expenditure to Market Value of Firm* (CAPMVA) dan rasio *Investment to Total Sales* (IONS). Seluruh proksi dan nilai IOS tersebut kemudian dianalisis dengan menggunakan *common factor analysis* (CFA).

Sementara itu untuk variabel moderate yang kedua yaitu *life cycle of firm* (LCF) pada penelitian ini adalah sebagai variabel *dummy* dengan kelompok tahapan *start-up* hingga *mature* dengan nilai 1 (sebagai tahap yang memiliki kesempatan bertumbuh tinggi) dan tahapan *decline* dengan nilai 0 (sebagai tahap yang memiliki kesempatan bertumbuh rendah).

Mengacu pada Gup dan Agrawal (1996) dalam Puspitasari dan Gumanti (2005), penetapan siklus kehidupan perusahaan didasarkan pada pertumbuhan penjualan yang

dihitung dengan rumus:

$$LCF = \frac{(net\ sales_t - net\ sales_{t-1})}{net\ sales_{t-1}} \times 100\%$$

Dimana:

LCF = Tahapan Siklus Hidup Perusahaan (life cycle of firm)

net salest = penjualan bersih pada tahun ke t

net salest-1 = penjualan pada tahun t-1

Adapun kriteria penentuan tahapan siklus hidup perusahaan (life cycle of firm) dapat dilihat pada tabel 3.1 di bawah ini:

No.	Fase/Tahap	Rata-rata <i>Sales Growth</i> (selama 3 tahun)
1.	Start-Up	> 50 %
2.	Growth	> 10 – 50 %
3.	Mature	1 – 10 %
4.	Decline	<1%

Sumber : Gup dan Agrawal (1996) dalam Puspita Sari dan Gumanti (2005)

Variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian ini adalah ukuran perusahaan (SIZE) dan *earnings per share* (EPS). Ukuran perusahaan dapat menunjukkan seberapa besar *asset/kekayaan* yang dimiliki oleh perusahaan. dalam penelitian ini disimbolkan dengan SIZE. Adapun nilai SIZE ditentukan dengan rumus :

$$\text{Size} = \text{Log dari Total Aktiva i}$$

Laba per lembar saham atau *earnings per share* (EPS) merupakan informasi yang menunjukkan besarnya laba bersih perusahaan yang siap dibagikan bagi semua pemegang saham perusahaan.

$$EPS = \frac{\text{Laba bersih pemegang saham biasa untuk suatu periode waktu}}{\text{Rata - rata jumlah saham biasa yang beredar dalam periode waktu}}$$

### 3.4 Metode Analisis Data

#### 3.4.1 Uji Asumsi

##### 1) Pengujian Normalitas Data

Pengujian normalitas data dalam penelitian ini menggunakan uji Kolmogororv-Smirnov (K-S). Jika nilai signifikansi dari pengujian Kolmogorv- Smirnov Test lebih dari 0,05 berarti data terdistribusi normal (Ghozali, 2005).

## 2) Pengujian Multikolinearitas

Multikolinearitas dapat terjadi dalam bentuk hubungan linear sempurna diantara beberapa atau seluruh variabel bebas dari suatu model regresi. Indikasinya yaitu jika, nilai *Variance Inflation Factor* (VIF) kurang dari 10 dan nilai *tolerance* lebih dari 0,10 maka tidak terjadi multikolinearitas, sebaliknya

## 3) Pengujian Heteroskedastisitas

Untuk mendeteksi ada atau tidaknya heteroskedastisitas yaitu, dengan menggunakan uji Park. Uji Park mengemukakan bahwa *variance* merupakan fungsi dari variabel-variabel independen yang dinyatakan dalam persamaan sebagai berikut (Ghozali, 2005):

$$2i = x_i A$$

## 4) Pengujian Autokorelasi

Untuk mendeteksi adanya autokorelasi dilakukan uji Durbin Watson (D-W). Apabila D-W dibawah -2 berarti ada autokorelasi positif, nilai D-W diantara -2 sampai +2 berarti tidak ada autokorelasi dan apabila nilai D-W diatas +2 berarti ada autokorelasi negatif.

### 3.5 Metode Penelitian dan Alat Uji Hipotesis

Pengujian hipotesis menggunakan regresi linear sederhana. Pengolahannya menggunakan SPSS. Adapun model persamaan yang digunakan dalam penelitian ini untuk menguji seluruh hipotesis yang dirumuskan adalah sebagai berikut:

#### 1. Model Pengujian Hipotesis 1 (H1)

$$R_{it} = a_1 + b_1 FCF + EPS + SIZE +$$

$$R_{it} = a_1 + b_1 FCF_{pos} + EPS + SIZE +$$

$$R_{it} = a_1 + b_1 FCF_{neg} + EPS + SIZE +$$

#### 2. Model Pengujian Hipotesis 2 (H2)

$$R_{it} = a_1 + b_1 FCF + b_2 IOS + b_3 FCF*IOS + EPS + SIZE +$$

$$R_{it} = a_1 + b_1 FCF + b_2 IOS + b_3 FCF_{pos}*IOS + EPS + SIZE +$$

$$R_{it} = a_1 + b_1 FCF + b_2 IOS + b_3 FCF_{neg}*IOS + EPS + SIZE +$$

#### 3. Model Pengujian Hipotesis (H3)

$$R_{it} = a_1 + b_1 FCF + b_2 LCF + b_3 FCF*LCF + EPS + SIZE +$$

$$R_{it} = a_1 + b_1 FCF + b_2 LCF + b_3 LEV + b_4 FCF*LCF + b_5 FCF*LEV + b_5 LCF*LEV + b_6 LCF*LEV + b_6 FCF*LCF*LEV + EPS + SIZE +$$

$$R_{it} = a_1 + b_1 FCF + b_2 LCF + b_3 IOS + b_4 FCF*LCF + b_5 FCF*IOS + b_5 LCF*IOS + b_6 LCF*IOS + b_6 FCF*LCF*IOS + EPS + SIZE +$$



#### 4. Analisis Data

##### a) *Investment Opportunity Set* (IOS)

Dalam penelitian ini jumlah proksi *investment opportunity set* (IOS) yang digunakan adalah sebanyak 17 proksi yang terbagi kedalam 14 proksi berdasarkan harga saham, dan 3 proksi berdasarkan pada investasi. Seluruh proksi dan nilai IOS tersebut kemudian dianalisis dengan menggunakan *common factor analysis* (CFA), seperti yang telah digunakan (Gaver dan Gaver (1993) dan Sami dkk.(1999) dalam Subekti dan Kusuma (2000)). Jumlah faktor yang dapat digunakan lebih lanjut adalah faktor yang mempunyai nilai *eigenvalues* sama atau lebih dari satu atau jumlah suatu nilai *eigenvalues* sama atau melampaui nilai total *communalities* seluruh variabel yang digunakan (Hair dkk. (1995) dalam Subekti dan Kusuma (2000)).

Seluruh proksi IOS yang digunakan dalam penelitian ini selanjutnya akan diuji dengan menggunakan *Common Factor Analysis* (CFA). *Common factor analysis* (CFA) menunjukkan nilai *communalities* IOS individu, nilai tersebut kemudian digunakan untuk menentukan jumlah faktor representasi atas variabel-variabel asli. Adapun jumlah ke-17 nilai *communalities* tersebut adalah sebesar 13,741. Untuk mencapai nilai tersebut dibutuhkan enam faktor yang mempunyai nilai *eigenvalues* di atas satu, yaitu faktor 1 (4,810), faktor 2 (3,996), faktor 3 (1,652), faktor 4 (1,161), faktor 5 (1,098), dan faktor 6 (1,024). Hal ini sejalan dengan *the rule of thumb*, bahwa jumlah faktor yang digunakan sebagai variabel representasi adalah sebanyak faktor yang mempunyai nilai *eigenvalues* sama dengan atau lebih dari satu (Hair dkk.,1995 dalam Subekti dan Kusuma, 2000). Dalam penelitian ini, keenam faktor tersebut dibutuhkan untuk menjelaskan hubungan timbal balik antara proksi-proksi IOS .

#### 4.1 Deskriptif Statistik

Adapun hasil deskriptif statistik disajikan pada tabel 4.1 di bawah ini :

**Tabel 4.1**  
**Deskriptif Statistik**  
N = 524 (Seluruh Sampel)

	Minimum	Maximum	Rata-rata (Mean)	Deviasi Standar (Std. Deviation)
R <sub>it</sub>	-1,00	8,29	,2774	,89993
FCF	-690495000000,00	6958504000000,00	194241354717,6509	672048904099,32300
FCF pos (n=453)	9380064,00	6958504000000,00	237351922145,1148	711555701519,83600
FCF neg (n=71)	-690495000000,00	-138046546,00	-80816209291,3803	127977118393,86000
EPS	-2045,00	6962,00	137,6805	637,55026
SIZE	20,01	31,74	27,3285	1,42631
IOS	-528,18	8554,50	147,9033	594,79935
LCF	,00	1,00	,7672	,42304
LEV	,00	174,66	,5441	7,62520

Sumber: data sekunder diolah

Dari tabel 4.1, dapat dilihat bahwa untuk seluruh sampel selama periode pengamatan, diperoleh nilai rata-rata (*mean*) dan deviasi standar untuk nilai *return* adalah sebesar 0,2774 dan 0,89993. Adapun nilai deviasi standar yang lebih besar dari pada nilai rata-rata (*mean*) menunjukkan bahwa nilai *return* yang menjadi sampel dalam penelitian ini sangat bervariasi. Variasi ini dapat pula dilihat dari nilai maksimum dari *return* yaitu sebesar 8,29 yang menunjukkan total nilai tertinggi *return* dan sebesar -1,00 yang merupakan nilai terendah dari *return*.

Adapun nilai LCF diperoleh dengan cara menghitung pertumbuhan penjualan atau melakukan rata-rata (*average*) pertumbuhan penjualan perusahaan selama tiga tahun (sebelum periode pengamatan). Adapun lebih jelasnya dapat dilihat pada tabel 4.2 di bawah ini :

**Tabel 4.2**  
**Kriteria Penentuan Tahapan Siklus Hidup Perusahaan**

No.	Fase/Tahap	Rata-rata Sales Growth (selama 3 tahun)
1.	<i>Start-Up</i>	> 50 %
2.	<i>Growth</i>	> 10 – 50 %
3.	<i>Mature</i>	1 – 10 %
4.	<i>Decline</i>	<1%

Sumber : Gup dan Agrawal (1996) dalam (Puspitasari dan Gumanti, 2005)

## 4.2 Hasil Pengujian Asumsi Klasik

### 4.2.1 Uji Normalitas Data

Pengujian normalitas data dalam penelitian ini menggunakan uji *One Sample Kolmogorov-Smirnov* dengan tingkat kepercayaan sebesar  $\alpha = 5\%$  (0,05). Peneliti menggunakan asumsi *Central Limit Theorem*, dimana Sesuai dengan asumsi *Central Limit Theorem* (dalil batas tengah) menyatakan bahwa, data dikatakan terdistribusi dengan

normal jika ukuran sampel yang digunakan cukup besar, yaitu lebih dari 30 (Ghozali, 2005).

#### **4.2.2 Uji Multikolinieritas**

Pada Lampiran 2 tersebut dapat dilihat bahwa pada variabel FCF atau persamaan-persamaan dimoderasi memiliki nilai tolerance dan VIF lebih besar dari 10, maka variabel-variabel tersebut terkena masalah Multikolinearitas. Maka untuk menghindari masalah multikolinearitas tersebut salah satu cara yang dapat digunakan adalah dengan menghilangkan salah satu variabel (Ghozali, 2005) yaitu FCF yang memiliki nilai VIF yang lebih besar dari 10.

#### **4.2.3 Uji Heteroskedastisitas**

Apabila koefisien parameter beta ( ) dari persamaan regresi signifikan secara statistik, maka menunjukkan bahwa dalam data model tersebut terdapat heteroskedastisitas. Pada lampiran 4 dapat dilihat bahwa koefisien parameter beta ( ) dari persamaan regresi signifikan secara statistik menunjukkan bahwa data dalam model penelitian ini terdapat heteroskedastisitas.

#### **4.2.4 Autokorelasi**

Pengujian Autokorelasi dalam penelitian ini menggunakan uji Durbin- Watson (D-W). Apabila D-W di bawah -2 berarti ada autokorelasi positif, sebaliknya jika nilai D-W di atas +2 berarti ada autokorelasi positif, serta apabila nilai D-W diantara -2 sampai +2 berarti tidak ada autokorelasi (Ghozali, 2005).

Pada hasil penelitian ditemukan bahwa nilai Durbin-Watson berada diantara -2 sampai dengan +2, yang berarti dalam penelitian ini tidak terdapat autokorelasi.

## **5. Pembahasan dan Kesimpulan**

### **5.1 Pengujian Hipotesis dan Pembahasan**

#### **5.1.1 Pengujian Hipotesis 1**

Pengujian hipotesis 1 ditujukan untuk mengetahui pengaruh *free cash flow* terhadap *return*. Untuk itu pada hipotesis 1 akan diuji, pengaruh *free cash flow* terhadap *return* sebelum dimasukkan variabel kontrol maupun sesudah dimasukkan variabel kontrol (EPS dan SIZE). Adapun hasil pengujian hipotesis pertama ini dapat dilihat pada tabel 5.1 di bawah ini :

**Tabel 5.1**  
**Hasil Pengujian Hipotesis 1**

	Koefisien	t (Sig.)	Koefisien	t (Sig.)	Koefisien	T (Sig.)
<i>Intercept</i>	0.252	6.183 (0.000) ***	0.253	6.127 (0.000) ***	-2.624	-3.094 (0.002) ***
FCF	1.31E-013	2.240 (0.026) **	1.32E-013	2.218 (0.027) **	2.12E-014	0.313 (0.754)
EPS			-8.90E-006	-0.141 (0.888)	-1.42E-006	-0.023 (0.982)
SIZE					0.106	3.396 (0.001) ***
R Square	0.010		0.010		0.031	
Adjusted R Square	0.008		0.006		0.025	
F	5.018		2.514		5.554	
Sig.	0.026**		0.082*		0.001***	

*Sumber: data sekunder diolah*

\*\*\* signifikan pada level 1%

\*\* signifikan pada level 5%

\*signifikan pada level 10%

Ketidaksignifikanan dari variabel FCF dapat disebabkan oleh variabel SIZE yang lebih dominan dalam menjelaskan *return* saham dibandingkan FCF itu sendiri, karena SIZE disini lebih mencerminkan *political cost* dibandingkan FCF. Semakin besar ukuran suatu perusahaan semakin besar juga *political cost* yang harus ditanggung oleh para pemegang saham. Jadi dapat disimpulkan, analisa terhadap pengujian ini menandakan bahwa *free cash flow* secara positif mempengaruhi *return*. Sehingga **hipotesis satu (H1) yang menyatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap *return*, diterima.**

Dalam pengujian ini hipotesis 1 ini dipecah ke dalam dua hipotesis pendukung yaitu hipotesis 1a dan 1b. Dalam hipotesis ini, bertujuan menguji pengaruh positif FCF positif dan FCF negatif terhadap *return*.

Hasil pengujian hipotesis pendukung 1a dan 1b, dapat dilihat pada tabel 5.2 di bawah ini :

**Tabel 5.2**  
**Hasil Pengujian Hipotesis Pendukung H1a dan H1b**

	FCF Positif			FCF Negatif		
	Koefisien	t	Sig	Koefisien	T	Sig
<i>Intercept</i>	0.273	5.865	0.000***	.143	1.949	0.055**
FCF	1.18E-013	1.904	0.058*	2.40E-013	0.493	0.624
R Square	0.008			0.004		
Adjusted R Square	0.006			-0.011		
F	3.624			0.243		
Sig.	0.058*			0.624		
<i>Intercept</i>	0.277	5.809	0.000***	0.145	1.941	0.056*
FCF	1.23E-013	1.933	0.054*	2.33E-013	0.476	0.636
EPS	-2.42E-005	-0.345	0.730	2.49E-005	0.205	0.838
R Square	0.008			0.004		
Adjusted R Square	0.004			-0.025		
F	1.868			0.141		
Sig.	0.156			0.869		
<i>Intercept</i>	-3.074	-3.134	0.002***	-1.444	-0.991	0.325
FCF	-1.27E-014	-0.171	0.864	5.68E-013	0.983	0.329
EPS	-1.33E-005	-0.191	0.848	1.11E-005	0.091	0.928
SIZE	0.124	3.420	0.001***	0.059	1.092	0.279
R Square	0.033			0.022		
Adjusted R Square	0.027			-0.022		
F	5.175			0.492		
Sig.	0.002***			0.689		

Sumber: data sekunder diolah

\*\*\* signifikan pada level 1%

\*\* signifikan pada level 5%

\*signifikan pada level 10%

Adapun hasil dari pengujian H1b (FCF negatif) memiliki hasil yang berbeda dengan hasil pengujian H1a (FCF positif). Dimana pada H1a, FCF positif berpengaruh positif dan pengaruhnya signifikan, sedangkan variabel FCF negatif (H1b) tidak berpengaruh secara signifikan (pada saat sebelum dan sesudah memasukkan variabel kontrol EPS).

Hasil pengujian **hipotesis pendukung H1a yang menyatakan *free cash flow* positif berpengaruh positif terhadap *return*, diterima**. Hasil ini menunjukkan bahwa isi informasi pada FCF positif adalah berbeda dengan FCF negatif. FCF positif pada umumnya konsisten dinilai oleh para pengguna eksternal sebagai kesuksesan performa manajemen dalam menjalankan perusahaan tersebut.

hasil pengujian **hipotesis pendukung H1b yang menyatakan *free cash flow* negatif berpengaruh positif terhadap *return*, ditolak**. Meskipun arah koefisien regresi dari FCF negatif adalah positif, tetapi pengaruhnya tidaklah signifikan

### 5.1.2 Pengujian Hipotesis 2

Pengujian Hipotesis 2 diajukan untuk menguji pengaruh positif *free cash flow* terhadap *return* yang dimoderasi oleh *Investment Opportunity Set* (Set Kesempatan Investasi), dalam hal ini pada perusahaan-perusahaan yang memiliki level IOS tinggi. Adapun pada pengujian H2, sampel yang digunakan adalah perusahaan-perusahaan yang memiliki level IOS tinggi, yaitu perusahaan-perusahaan yang memiliki 35% indeks tertinggi dalam klasifikasi penentuan level IOS. Hasilnya, untuk IOS tinggi sampel yang digunakan adalah sebanyak 183 observasi.

Adapun hasil pengujian hipotesis kedua (H2) ini dapat dilihat pada tabel 5.3 di bawah ini :

**Tabel 5.3**  
**Hasil Pengujian Hipotesis 2 (sebelum moderasi)**

	FCF + IOS					
	Koefisien	t (Sig.)	Koefisien	t (Sig.)	Koefisien	t (Sig.)
<i>Intercept</i>	0.509	5.502 (0.000)***	0.504	5.388 (0.000)***	-2.149	-1.197 (0.233)
FCF	3.34E-014	0.392 (0.695)	2.13E-015	0.019 (0.985)	-6.89E-014	-0.564 (0.573)
IOS	0.000	-1.288 (0.199)	0.000	-1.197 (0.233)	-8.42E-005	-0.952 (0.343)
EPS			0.000	0.426 (0.671)	0.000	0.360 (0.719)
SIZE					0.097	1.480 (0.141)
R Square	0.010		0.011		0.023	
Adjusted R Square	-0.001		-0.005		0.001	
F	0.946		0.688		1.067	
Sig.	0.390		0.560		0.374	

Sumber: data sekunder diolah

\*\*\* signifikan pada level 1%

\*\* signifikan pada level 5%

\* signifikan pada level 10%

Adapun ketika sebelum memasukkan variabel kontrol, hasilnya dapat dilihat pada tabel 5.4 di bawah ini :

**Tabel 5.4**  
**Hasil Pengujian Hipotesis 2**  
**(setelah moderasi)**

koefisien	FCF + IOS + FCF*IOS					
	Koefisien	t (Sig.)	Koefisien	t (Sig.)	Koefisien	T (Sig.)
<i>Intercept</i>	0.507	5.446 (0.000)***	0.502	5.336 (0.000)***	-2.148	-1.193 (0.234)
FCF	9.56E-014	0.332 (0.740)	6.20E-014	0.207 (0.836)	-1.24E-014	-0.041 (0.967)
IOS	0.000	-1.201 (0.231)	0.000	-1.118 (0.265)	-8.02E-005	-0.883 (0.378)
FCF*IOS	-4.66E-016	-0.226 (0.821)	-4.46E-016	-0.216 (0.829)	-4.20E-016	-0.204 (0.839)
EPS			0.000	0.420 (0.675)	0.000	0.355 (0.723)
SIZE					0.097	1.474 (0.142)

R Square	0.011		0.012		0.024	
Adjusted R Square	-0.006		-0.011		-0.004	
F	0.645		0.525		0.858	
Sig.	0.587		0.717		0.511	

Sumber: data sekunder diolah

\*\*\* signifikan pada level 1%

\*\* signifikan pada level 5%

\* signifikan pada level 10%

Sebagai hasilnya, ini dapat digunakan sebagai sinyal positif dalam kesuksesan performa manajemen dalam menjalankan perusahaan. Maka **hipotesis dua (H2) yang menyatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap *return*, ketika perusahaan memiliki set kesempatan investasi (IOS) tinggi, ditolak.**

Pada hipotesis pendukung H2a, sampel yang digunakan adalah perusahaan-perusahaan yang memiliki FCF positif dan memiliki IOS tinggi, dimana hipotesis ini digunakan untuk menguji apakah FCF positif berpengaruh positif terhadap *return*, dan apakah pengaruhnya menjadi kuat pada perusahaan yang memiliki level IOS yang tinggi. Adapun hasil pengujian dari H2a (sebelum moderasi) dapat dilihat pada tabel 5.5 di bawah ini :

**Tabel 5.5**  
**Hasil Pengujian Hipotesis 2a**  
**FCF Positif (pada IOS Tinggi) (sebelum moderasi)**

	FCF + IOS					
	Koefisien	t (Sig.)	Koefisien	t (Sig.)	Koefisien	t (Sig.)
Intercept	0.553	5.064 (0.000)***	0.542	4.882 (0.000)***	-2.652	-1.295 (0.197)
FCF	2.22E-014	0.245 (0.806)	-2,48E-014	-0.202 (0.841)	-1,19E-013	-0.873 (0.384)
IOS	0.000	-1.089 (0.278)	0.000	-1.057 (0.292)	0.000	-0.797 (0.427)
EPS			0.000	0.567 (0.571)	0.000	0.587 (0.558)
SIZE					0.116	1.562 (0.120)
R Square	0.008		0.010		0.026	
Adjusted R Square	-0.005		-0.009		0.000	
F	0.644		0.535		1.015	
Sig.	0.527		0.659		0.402	

Sumber: data sekunder diolah

\*\*\* signifikan pada level 1%

\*\* signifikan pada level 5%

\* signifikan pada level 10%

Dari hasil regresi diatas menunjukkan bahwa, arah koefisien regresi variabel FCF positif (sebelum moderasi IOS) sebelum maupun setelah memasukkan variabel kontrol (EPS dan SIZE) adalah positif dan tidak signifikan, akan tetapi setelah memasukkan variabel kontrol (EPS dan SIZE) adalah negatif.



Tahap selanjutnya adalah dengan melakukan moderasi terhadap variabel FCF yang menguji apakah FCF positif berpengaruh positif terhadap *return* pada perusahaan yang memiliki set kesempatan investasi yang tinggi (IOS tinggi). Adapun hasilnya dapat dilihat pada tabel 5.6 di bawah ini :

**Tabel 5.6**  
**Hasil Pengujian Hipotesis 2a**  
**FCF Positif (pada IOS Tinggi) (setelah moderasi)**

	FCF + IOS + FCF*IOS					
	Koefisien	t (Sig.)	Koefisien	t (Sig.)	Koefisien	t (Sig.)
<i>Intercept</i>	0.547	4.776 (0.000)***	0.538	4.648 (0.000)***	-2.661	-1.294 (0.198)
<i>FCF</i>	9.37E-014	0.226 (0.821)	2.45E-014	0.057 (0.955)	-6.12E-014	-0.141 (0.888)
<i>IOS</i>	0.000	-0.701 (0.484)	0.000	-0.717 (0.475)	0.000	-0.510 (0.611)
<i>FCF*IOS</i>	-5.35E-016	-0.177 (0.860)	-3.62E-016	-0.119 (0.906)	-4.26E-016	-0.140 (0.889)
<i>EPS</i>			0.000	0.550 (0.583)	0.000	0.567 (0.571)
<i>SIZE</i>					0.116	1.559 (0.121)
<i>R Square</i>	0.008		0.010		0.026	
<i>Adjusted R Square</i>	-0.011		-0.016		-0.006	
<i>F</i>	0.437		0.402		0.810	
<i>Sig.</i>	0.727		0.807		0.544	

Sumber: data sekunder diolah

\*\*\* signifikan pada level 1%

\*\* signifikan pada level 5%

\* signifikan pada level 10%

Jadi dapat disimpulkan, analisa terhadap pengujian ini menandakan bahwa *free cash flow* positif secara positif mempengaruhi *return*, tetapi tidak signifikan. Sehingga **hipotesis pendukung 2a (H2a)** yang menyatakan bahwa *free cash flow* positif berpengaruh positif terhadap *return*, dan pengaruhnya menjadi kuat pada perusahaan yang memiliki level IOS tinggi, ditolak.

Setelah pengujian H2a, pengujian selanjutnya dilakukan pada hipotesis pendukung H2b. Pada hipotesis pendukung H2b, sampel yang digunakan adalah perusahaan-perusahaan yang memiliki FCF negatif serta memiliki IOS tinggi, dimana hipotesis ini digunakan untuk menguji apakah FCF negatif berpengaruh positif terhadap *return*, dan apakah pengaruhnya menjadi lemah pada perusahaan yang memiliki level IOS yang tinggi. Adapun hasil pengujian dari H2b dapat dilihat pada tabel 5.7 di bawah ini :



**Tabel 5.7**  
**Hasil Pengujian Hipotesis 2b**  
**FCF Negatif (pada IOS Tinggi) (sebelum moderasi)**

	FCF + IOS					
	Koefisien	t (Sig.)	Koefisien	t (Sig.)	Koefisien	t (Sig.)
<i>Intercept</i>	0.339	1.785 (0.087)***	0.172	0.724 (0.477)	-0.035	-0.009 (0.993)
FCF	1.50E-013	0.148 (0.884)	-5,79E-013	-0.489 (0.630)	-5,48E-013	-0.411 (0.686)
IOS	-5,66E-005	-0.797 (0.434)	-7,05E-005	-0.986 (0.335)	-6,99E-005	-0.945 (0.355)
EPS			-0.001	-1.169 (0.255)	-0.001	-1.141 (0.267)
SIZE					0.008	0.056 (0.956)
R Square	0.027		0.084		0.084	
Adjusted R Square	-0.058		-0.041		-0.091	
F	0.318		0.671		0.481	
Sig.	0.731		0.579		0.749	

Sumber: data sekunder diolah

\*\*\* signifikan pada level 1%

\*\* signifikan pada level 5%

\* signifikan pada level 10%

Pada pengujian regresi tahap pertama yaitu sebelum memasukkan variabel kontrol (EPS dan SIZE), arah koefisien regresi dari variabel FCF negatif adalah positif. Artinya bahwa FCF negatif tersebut tidak menggambarkan kinerja yang buruk dalam menciptakan *return* atau nilai perusahaan. Akan tetapi pada tahap regresi selanjutnya, yaitu dengan memasukkan variabel kontrol EPS maupun SIZE, arah koefisien regresi dari variabel FCF (FCF negatif) menjadi negatif.

Tahap selanjutnya dalam pengujian hipotesis ini yaitu, dengan melakukan moderasi. Adapun pengujian H2b setelah moderasi dapat dilihat pada tabel 5.8 di bawah ini :

**Tabel 5.8**  
**Hasil Pengujian Hipotesis 2b**  
**FCF Negatif (pada IOS Tinggi) (setelah moderasi)**

	FCF + IOS + FCF*IOS					
	Koefisien	t (Sig.)	Koefisien	t (Sig.)	Koefisien	t (Sig.)
<i>Intercept</i>	0.356	1.830 (0.081)***	0.182	0.756 (0.458)	1.035	0.258 (0.799)
FCF	-2,89E-013	-0.231 (0.819)	-1,14E-012	-0.801 (0.432)	-1,33E-012	-0.777 (0.446)
IOS	-4,78E-005	-0.650 (0.523)	-6,09E-005	-0.828 (0.417)	-6,22E-005	-0.824 (0.420)
FCF*IOS	2.41E-015	0.619 (0.542)	2.83E-015	0.732 (0.472)	3.15E-015	0.745 (0.465)
EPS			-0.001	-1.217 (0.237)	-0.001	-1.165 (0.258)
SIZE					-0.032	-0.213 (0.833)
R Square	0.044		0.107		0.109	
Adjusted R Square	-0.087		-0.064		-0.114	
F	0.334		0.627		0.488	
Sig.	0.801		0.649		0.782	

Sumber: data sekunder diolah

\*\*\* signifikan pada level 1%

\*\* signifikan pada level 5%

\* signifikan pada level 10%

Hasil dari pengujian **H2b yang menyatakan bahwa *free cash flow* negatif berpengaruh positif terhadap *return*, dan pengaruhnya menjadi lemah pada perusahaan yang memiliki level IOS tinggi, ditolak**. Adapun hasil ini mengimplikasikan bahwa FCF negatif itu dinilai dengan cara yang berbeda oleh para pemakai laporan keuangan. Sebagian dari mereka menilai perusahaan yang memiliki FCF negatif merupakan perusahaan yang memiliki performa lemah serta dapat menurunkan nilai perusahaan, dan juga sebagian dari mereka menilai perusahaan perusahaan yang memiliki FCF negatif ini sebagai suatu yang baik.

### 5.1.3 Pengujian Hipotesis 3

Pengujian Hipotesis 3 diajukan untuk menguji pengaruh positif *free cash flow* terhadap *return*, dan apakah pengaruhnya menjadi lemah ketika perusahaan berada pada tahapan siklus hidup perusahaan *decline*. Adapun hasil pengujian hipotesis kedua (H2) ini dapat dilihat pada tabel 5.9 di bawah ini :

**Tabel 5.9**  
**Hasil Pengujian Hipotesis 3 (pada tahapan siklus *decline*)**

	Koefisien	t (Sig.)	Koefisien	t (Sig.)	Koefisien	t (Sig.)
<i>Intercept</i>	0,120	1,900 (0,060)*	0,133	2,056 (0,042)**	-0,921	-0,650 (0,517)
<b>FCF (FCF + LCF + FCF*LCF)</b>	4,02E-013	1,080 (0,282)	2,87E-013	0,731 (0,466)	1,65E-013	0,387 (0,699)
<b>EPS</b>			0,000	0,924 (0,357)	0,000	0,951 (0,343)
<b>SIZE</b>					0,039	0,745 (0,458)
<b>R Square</b>	0,010		0,017		0,021	
<b>Adjusted R Square</b>	0,001		0,000		-0,004	
<b>F</b>	1,166		1,009		0,855	
<b>Sig.</b>	0,282		0,368		0,467	

Sumber: data sekunder diolah

\*\*\* signifikan pada level 1%

\*\* signifikan pada level 5%

\*signifikan pada level 10%

Dari hasil regresi pada tabel 5.9 di atas dapat dilihat bahwa, variabel FCF untuk seluruh pengujian baik sebelum memasukkan dan setelah memasukkan variabel kontrol (EPS dan SIZE), serta sebelum maupun setelah moderasi memiliki hasil yang sama yaitu, arah koefisien regresi variabel FCF memiliki pengaruh yang positif tetapi tidak signifikan. Sehingga **hipotesis ketiga (H3) yang menyatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap *return* dan pengaruhnya menjadi lemah ketika perusahaan berada pada tahapan siklus *decline*, ditolak**. Adapun, Arah koefisien regresi yang positif serta tidak signifikan pada tahapan siklus *decline* menunjukkan bahwa, pengujian ini tidak mendukung *signaling hypothesis*.

Tahap selanjutnya, pada pengujian hipotesis 3 ini juga dipecah ke dalam dua hipotesis pendukung yaitu hipotesis 3a dan 3b. Pada H3a ditujukan untuk menguji apakah pada saat

*leverage* rendah, *free cash flow* (FCF) berpengaruh positif terhadap *return*, dan apakah pengaruhnya menjadi lemah ketika perusahaan berada pada tahapan siklus *start-up* hingga *mature*. Pengujian regresi pada H3a dilakukan dengan dua tahap, yaitu pengujian regresi pada saat *leverage* rendah dengan tanpa membedakan perusahaan berada pada tahapan siklus yang mana.

Hasil pengujian dari H3a dapat dilihat pada tabel 4.16 di bawah ini :

**Tabel 5.10**  
**Hasil Pengujian Hipotesis 3a(1)**  
**Saat *Leverage* Rendah**

	FCF + LCF + LEV + FCF*LCF + FCF*LEV + LCF*LEV + FCF*LCF*LEV											
	Koefisien	t (Sig.)	Koefisien	t (Sig.)	Koefisien	t (Sig.)	Koefisien	t (Sig.)	Koefisien	t (Sig.)	Koefisien	t (Sig.)
Intercept	0,083	0,871 (0,384)	0,065	0,666 (0,506)	0,130	1,077 (0,282)	0,164	1,300 (0,194)	0,160	1,272 (0,204)	-2,632	-2,755 (0,006)** **
FCF	-4,21E-013	0,778 (0,437)	6,71E-013	1,109 (0,268)	8,72E-013	1,385 (0,176)	-1,24E-013	-0,099 (0,921)	-5,32E-014	-0,042 (0,966)	-4,07E-013	-3,323 (0,747)
LCF	0,160	1,632 (0,103)	0,164	1,667 (0,096)**	0,073	0,526 (0,599)	0,035	0,237 (0,813)	0,043	0,295 (0,768)	0,007	-0,946 (0,964)
LEV	0,189	0,665 (0,506)	0,288	0,949 (0,343)	-0,173	-0,294 (0,769)	-0,306	-0,506 (0,613)	-0,307	-0,507 (0,612)	-0,692	-1,125 (0,261)
FCF*LCF	-3,10E-013	-0,570 (0,569)	-4,23E-013	-0,759 (0,448)	-6,09E-013	-1,026 (0,305)	-4,24E-013	-0,335 (0,738)	3,68E-013	0,289 (0,773)	6,27E-013	0,495 (0,621)
FCF*LEV			-6,75E-013	-0,927 (0,354)	-7,63E-013	-1,040 (0,299)	1,71E-012	0,614 (0,539)	1,60E-012	0,573 (0,567)	1,98E-012	0,716 (0,474)
LCF*LEV					0,618	0,915 (0,360)	0,785	1,122 (0,262)	0,787	1,124 (0,261)	0,879	1,264 (0,207)
FCF*LCF*LEV							-2,66E-012	-0,922 (0,357)	-2,59E-012	-0,896 (0,371)	-2,98E-012	-1,040 (0,299)
EPS									-3,49E-005	-0,558 (0,577)	-2,42E-005	-3,900 (0,696)
SIZE											0,106	2,948 (0,003)** **
R Square	0,017		0,019		0,020		0,022		0,023		0,040	
Adjusted R Square	0,009		0,008		0,008		0,008		0,006		0,022	
F	2,076		1,832		1,666		1,549		1,392		2,223	
Sig.	0,083*		0,105		0,127		0,149		0,197		0,020**	

Sumber: data sekunder diolah  
\*\*\* signifikan pada level 1%  
\*\* signifikan pada level 5%  
\* signifikan pada level 10%

Dari tabel 5.10 di atas dapat dilihat bahwa arah koefisien regresi variabel FCF adalah positif dan tidak signifikan (sebelum moderasi FCF, LCF dan LEV). Arah koefisien yang positif dari variabel FCF menunjukkan bahwa adanya FCF positif maupun negatif belum mengindikasikan apakah perusahaan tersebut memiliki *leverage* yang rendah maupun *leverage* yang tinggi.

Adapun tahap selanjutnya pada pengujian regresi H3a yaitu untuk pengujian pengaruh positif *free cash flow* terhadap *return* pada saat *leverage* rendah dan pengujian dilakukan pada observasi yang berada pada tahapan siklus hidup *start-up* hingga *mature*. Adapun hasil pengujian dari H3a dapat dilihat pada tabel 5.11 di bawah ini :

**Tabel 5.11**  
**Hasil Pengujian Hipotesis 3a(2)**  
**Saat *Leverage* Rendah**  
**(pada tahapan siklus *Start-Up* – *Mature*)**

	FCF + LCF + LEV + FCF*LCF + FCF*LEV + LCF*LEV											
	Koefisien	t (Sig.)	Koefisien	t (Sig.)	Koefisien	t (Sig.)	Koefisien	t (Sig.)	Koefisien	t (Sig.)	Koefisien	t (Sig.)
Intercept	0,223	2,964 (0,003)***	0,198	2,535 (0,012)**	0,198	2,535 (0,012)**	0,198	2,535 (0,012)**	0,205	2,597 (0,010)***	-2,986	-2,682 (0,008)***
FCF												
LCF												
LEV	0,312	0,908 (0,365)	0,478	1,288 (0,198)								
FCF*LCF	1,09E-013	1,750 (0,081)*	3,00E-013	1,725 (0,085)*	3,00E-013	1,725 (0,085)*	3,00E-013	1,725 (0,085)*	3,18E-013	1,804 (0,072)*	2,14E-013	1,198 (0,232)
FCF*LEV			-9,49E-013	-1,177 (0,240)	-9,49E-013	-1,177 (0,240)						
LCF*LEV					0,478	1,288 (0,198)	0,478	1,288 (0,198)	0,480	1,292 (0,197)	0,152	0,394 (0,694)
FCF*LCF*LEV							-9,49E-013	-1,177 (0,240)	-9,97E-013	-1,231 (0,219)	-1,01E-012	-1,262 (0,208)
EPS									-4,30E-005	-0,636 (0,525)	-3,40E-005	-0,515 (0,607)
SIZE											0,119	2,873 (0,004)***
R Square	0,011		0,015		0,015		0,015		0,016		0,038	
Adjusted R Square	0,006		0,007		0,007		0,007		0,005		0,025	
F	2,130		1,884		1,884		1,884		1,511		2,884	
Sig.	0,120		0,132		0,132		0,132		0,198		0,014**	

Sumber: data sekunder diolah  
 \*\*\* signifikan pada level 1%  
 \*\* signifikan pada level 5%  
 \* signifikan pada level 10%

Dari tabel 5.11 di atas dapat dilihat bahwa arah koefisien regresi variabel FCF adalah positif serta signifikan pada level 10%. Pengaruh FCF yang signifikan tersebut disebabkan oleh adanya dana internal yang tersedia serta cukup untuk mendanai kegiatan investasi perusahaan, oleh sebab itu *leverage* perusahaan disini adalah rendah (saat sebelum moderasi). Akan tetapi, setelah dilakukannya moderasi antara FCF, LCF dan LEV hasilnya adalah, arah koefisien regresinya menjadi negatif dan tidak signifikan. Artinya, belum tentu perusahaan-perusahaan yang memiliki *leverage* rendah tersebut memiliki IOS yang tinggi, bisa saja FCF positif yang ada tersebut juga berasal dari dana eksternal atau hutang (*leverage*) yang tinggi.

Dengan demikian, hasil pengujian hipotesis H3a yang menyatakan bahwa pada saat *leverage* rendah, *free cash flow* berpengaruh positif terhadap *return* dan pengaruhnya menjadi lemah ketika perusahaan berada pada tahapan *start-up* – *mature*, ditolak.

Pengujian selanjutnya yaitu, pada hipotesis pendukung H3b. Hipotesis H3b ditujukan untuk menguji apakah pada saat IOS rendah, *free cash flow* (FCF) berpengaruh positif terhadap *return*, dan apakah pengaruhnya menjadi lemah ketika perusahaan berada pada tahapan siklus *start-up* hingga *mature*. Adapun hasil pengujian H3b dapat dilihat pada tabel 5.12 di bawah ini :

**Tabel 5.12**  
**Hasil Pengujian Hipotesis 3b(1)**  
**Saat Level IOS Rendah**

	FCF + LCF + IOS + FCF*LCF + FCF*IOS + LCF*IOS + FCF*LCF*IOS											
	Koefisien	t (Sig.)	Koefisien	t (Sig.)	Koefisien	t (Sig.)	Koefisien	t (Sig.)	Koefisien	t (Sig.)	Koefisien	t (Sig.)
Intercept	0,030	0,337 (0,736)	-0,001	-0,014 (0,989)	0,063	0,573 (0,568)	0,271	1,378 (0,170)	0,271	1,374 (0,171)	-0,584	-0,515 (0,607)
FCF	7,26 E-013	1,768 (0,079)*	1,33 E-012	2,203 (0,029)**	8,27 E-013	1,073 (0,285)	-1,41 E-012	-0,736 (0,463)	-1,40 E-012	-0,729 (0,467)	-1,74 E-012	-0,880 (0,380)
LCF	0,054	0,520 (0,604)	0,066	0,641 (0,522)	0,010	0,090 (0,929)	-0,205	-1,000 (0,319)	-0,209	-1,016 (0,311)	-0,225	-1,086 (0,279)
IOS	0,000	-0,127 (0,899)	0,001	0,602 (0,548)	-0,003	-0,844 (0,400)	-0,014	-1,313 (0,132)	-0,014	-1,498 (0,136)	-0,015	-1,596 (0,112)
FCFLCF	-4,67 E-013	-1,069 (0,287)	-3,85 E-013	-0,874 (0,383)	-4,61 E-013	-1,033 (0,303)	2,13 E-012	1,024 (0,307)	2,09 E-012	1,001 (0,318)	2,36 E-012	1,114 (0,267)
FCF IOS			-2,67 E-014	-1,363 (0,175)	-4,40 E-015	-0,152 (0,879)	9,44 E-014	1,142 (0,255)	9,36 E-014	1,129 (0,260)	1,05 E-013	1,244 (0,215)
LCF IOS					0,004	1,051 (0,295)	0,015	1,589 (0,114)	0,015	1,571 (0,118)	0,015	1,640 (0,103)
FCFLCF IOS							-1,12 E-013	-1,275 (0,204)	-1,11 E-013	-1,240 (0,213)	-1,21 E-013	-1,351 (0,179)
EPS									1,33 E-005	0,288 (0,774)	1,45 E-005	0,312 (0,755)
SIZE											0,033	0,766 (0,445)
RSquare	0,033		0,043		0,049		0,058		0,058		0,062	
Adjusted RSquare	0,012		0,016		0,017		0,020		0,015		0,013	
F	1,542		1,611		1,528		1,546		1,556		1,268	
Sig.	0,102		0,159		0,172		0,155		0,219		0,257	

Sumber: data sekunder diolah

\*\*\* signifikan pada level 1%

\*\* signifikan pada level 5%

\*signifikan pada level 10%

Dari tabel 5.12 di atas dapat dilihat bahwa arah koefisien regresi variabel FCF (sebelum moderasi) adalah positif serta berpengaruh signifikan pada level 10%. Pengaruh FCF yang signifikan tersebut, mencerminkan bahwa FCF tersebut dapat digunakan sebagai gambaran kinerja perusahaan serta dapat digunakan untuk memprediksi nilai perusahaan. Akan tetapi, setelah dilakukannya moderasi antara FCF, LCF dan IOS hasilnya adalah, arah koefisien regresinya menjadi negatif dan tidak signifikan. Artinya, FCF tersebut bukan merupakan sinyal apakah perusahaan tersebut memiliki IOS tinggi.

Selanjutnya, tahap kedua pada pengujian regresi H3b yaitu untuk pengujian pengaruh positif *free cash flow* terhadap *return* pada saat level IOS rendah dan pengujian dilakukan pada observasi yang berada pada tahapan siklus hidup *start-up* hingga *mature*. Adapun hasil pengujian dari H3b (sebelum moderasi) dapat dilihat pada tabel 5.13 di bawah ini :



**Tabel 5.13**  
**Hasil Pengujian Hipotesis 3b(2) Saat Level IOS Rendah**  
**(pada tahapan siklus *Start-Up – Mature*)**

	FCF + LCF + IOS + FCF*LCF + FCF*IOS + LCF*IOS + FCF*LCF*IOS											
	Koefisien	t (Sig.)	Koefisien	t (Sig.)	Koefisien	t (Sig.)	Koefisien	t (Sig.)	Koefisien	t (Sig.)	Koefisien	t (Sig.)
Intercept	0,076	1,393 (0,166)	0,066	1,162 (0,247)	0,066	1,162 (0,247)	0,066	1,162 (0,247)	0,062	1,049 (0,296)	0,660	-0,525 (0,600)
FCF												
LCF												
IOS	0,001	0,558 (0,578)	0,001	0,741 (0,460)								
FCF*LCF	2,53E-013	1,696 (0,094)*	7,20E-013	0,882 (0,379)	7,20E-013	0,882 (0,379)	7,20E-013	0,882 (0,379)	6,94E-013	0,841 (0,402)	6,40E-013	0,769 (0,443)
FCF*IOS			-1,80E-014	-0,383 (0,561)	-1,80E-014	-0,383 (0,561)						
LCF*IOS					0,001	0,741 (0,460)	0,001	0,741 (0,460)	0,001	0,713 (0,477)	0,000	0,410 (0,683)
FCF*LCF*IOS							-1,80E-014	-0,383 (0,561)	-1,71E-014	-0,547 (0,586)	-1,66E-014	-0,528 (0,598)
EPS									1,26E-005	0,265 (0,791)	1,31E-005	0,276 (0,783)
SIZE											0,027	0,575 (0,566)
R Square	0,025		0,027		0,027		0,027		0,028		0,030	
Adjusted R Square	0,010		0,005		0,005		0,005		0,003		0,008	
F	1,639		1,200		1,200		1,200		0,911		0,792	
Sig.	0,198		0,212		0,312		0,312		0,460		0,558	

Sumber: data sekunder diolah

\*\*\* signifikan pada level 1%

\*\* signifikan pada level 5%

\*signifikan pada level 10%

Dari Tabel 5.13 di atas dapat dilihat bahwa arah koefisien regresi variabel FCF adalah positif serta signifikan pada level 10%. Seperti pada regresi sebelumnya, pengaruh FCF yang signifikan tersebut, mencerminkan bahwa FCF tersebut dapat digunakan sebagai gambaran kinerja perusahaan serta memprediksi nilai perusahaan.

Adapun pada tahapan siklus *start-up – mature*, perusahaan memiliki set kesempatan investasi (IOS) yang tinggi (Juniarti dan Limanjaya, 2005; Puspitasari dan Gumanti, 2005). Dari pengujian H3b dapat disimpulkan bahwa, pada saat perusahaan memiliki level IOS rendah *free cash flow* memiliki pengaruh yang positif dan signifikan, akan tetapi ketika perusahaan berada pada tahapan siklus *start-up – mature* hasil tersebut menjadi negatif serta tidak signifikan. Dengan demikian, hasil pengujian **hipotesis H3b yang menyatakan bahwa pada saat IOS rendah, *free cash flow* berpengaruh positif terhadap *return* dan pengaruhnya menjadi lemah ketika perusahaan berada pada tahapan *start-up – mature*, ditolak.**

## 5.2 Kesimpulan

Adapun berdasarkan hasil penelitian diperoleh kesimpulan sebagai berikut:

- 1) Berdasarkan hasil regresi pada hipotesis H1 dan H1a membuktikan bahwa *free cash flow* memiliki pengaruh yang positif terhadap *return*. Akan tetapi, untuk H1b tidak berpengaruh positif terhadap *return*, sehingga FCF negatif tersebut tidak dapat digunakan sebagai indikator dalam mengukur kinerja perusahaan.
- 2) Hasil pengujian hipotesis H2 dan H2a (FCF positif) yang menguji bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap *return*, ketika perusahaan memiliki set kesempatan

investasi (IOS) tinggi, menunjukkan arah yang positif dan tidak signifikan. Sedangkan untuk FCF negatif (H2b) menunjukkan arah yang negatif dan tidak signifikan. Adapun hasil ini menunjukkan bahwa, sesungguhnya baik FCF positif maupun FCF negatif belum bisa digunakan sebagai indikator dalam menentukan apakah perusahaan tersebut memiliki IOS tinggi ataukah rendah, sehingga tidak dapat digunakan sebagai indikator kinerja perusahaan. Dalam hal ini, FCF tidak berpengaruh terhadap *return* saham serta tidak signifikan.

- 3) Hasil pengujian hipotesis H3 yang menguji *free cash flow* berpengaruh positif terhadap *return* dan pengaruhnya menjadi lemah ketika perusahaan berada tahapan siklus *decline* menunjukkan arah yang positif dan tidak signifikan. Hasil ini, tidak mengindikasikan bahwa FCF positif maupun FCF negatif tersebut juga dapat mencerminkan apakah perusahaan tersebut memiliki IOS tinggi maupun rendah.
- 4) Hasil pengujian hipotesis pendukung H3a yang menguji pada saat leverage rendah, *free cash flow* berpengaruh positif terhadap *return* dan pengaruhnya menjadi lemah ketika perusahaan berada pada tahapan siklus *start-up – mature* menunjukkan arah yang positif dan tidak signifikan. Akan tetapi, dari moderasi antara FCF, LCF (*start-up – mature*) dan LEV adalah negatif. Adapun untuk hasil pengujian hipotesis pendukung H3b yang menguji pada saat IOS rendah, *free cash flow* berpengaruh positif terhadap *return* dan pengaruhnya menjadi lemah ketika perusahaan berada pada tahapan siklus *start-up – mature* menunjukkan arah yang positif dan tidak signifikan. Akan tetapi, dari moderasi antara FCF, LCF (*start-up – mature*) dan IOS adalah negatif. Dapat disimpulkan bahwa, FCF yang positif belum tentu menunjukkan bahwa, perusahaan tersebut berada pada tahapan *start-up – mature* yang mengindikasikan bahwa pada tahapan *start-up – mature* tersebut perusahaan memiliki level IOS tinggi. FCF yang positif pada tahapan *start-up – mature* bisa disebabkan oleh *leverage* yang tinggi, dikarenakan perusahaan tersebut cenderung lebih menggunakan dana eksternal. Penggunaan dana eksternal ini dimungkinkan karena, ketidakcukupan dana internal yang dimiliki oleh perusahaan untuk mendanai seluruh kegiatan investasinya.

## 6. Keterbatasan Penelitian dan Implikasi

### 6.1 Keterbatasan Penelitian

- 1) Pada penelitian ini masih terdapat masalah asumsi klasik, yaitu terkait pada pengujian multikolinearitas.

- 2) Hasil *Adjusted R Square* ( $R^2$ ) pada persentase yang rendah untuk seluruh variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini menunjukkan masih kurangnya atau adanya variabel lain yang belum digunakan dalam penelitian ini (seperti masalah keagenan dan dividen).

## 6.2 Implikasi

Adapun saran serta implikasi untuk penelitian selanjutnya adalah:

- 1) Hasil yang belum konsisten pada penelitian ini memberikan ruang serta peluang bagi penelitian selanjutnya yang mengambil bidang masalah yang sama dalam menjelaskan hasil yang lebih baik serta lebih konsisten lagi.
- 2) Untuk penelitian selanjutnya agar menambah variabel independen terkait lainnya yang dapat meningkatkan *Adjusted R Square*, dalam hal ini kemampuan dari variabel independen itu sendiri (termasuk *free cash flow* dalam menjelaskan pengaruhnya terhadap *return* saham yang dihubungkan dengan set kesempatan investasi dan siklus hidup perusahaan).
- 3) Selain mengangkat masalah *free cash flow* dan set kesempatan investasi (IOS), penelitian selanjutnya juga dapat mengangkat hubungan *free cash flow*, IOS serta manajemen laba (*earnings management*) dalam kaitan pengaruhnya terhadap *return*.



### Daftar Referensi

- Amelia, Kiki Rejeki. 2007. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham terhadap Nilai Perusahaan. *Skripsi*. Universitas Brawijaya. Malang.
- Amirya, Mirna. 2006. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Nilai Perusahaan yang imediasi oleh *Leverage* Perusahaan sebagai Variabel Intervening: Sebuah Perspektif *Pecking Order Theory*. *Skripsi*. Universitas Brawijaya. Malang.
- Brailsford, T. E., Barry R. O dan Sandra L. H. Pua. 2002. Theory and Evidence on the Relationship between Ownership Structure and Capital Structure. *Accounting and Finance*. 1-26.
- De Jong, Abe. 1999. An Empirical Test of The Relationship between *Leverage*, Tobins' Q, and Corporate Governance. *Ph.D Research on Capital structure Decision in Dutch Firm et the Departement of Finance of Tilburg Universit., Chapter 3*.
- Ghozali, Imam. 2005. *Aplikasi Analis Multivariate dengan Program SPSS*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang.
- Jogiyanto, H.M. 2003. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Ketiga. BPFE UGM. Yogyakarta.
- Juniarti, dan Riri Limanjaya. 2005. Mana yang Lebih Memilih *Value-Elevant: Net Income* atau *Cash Flows*. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. Vol. 7, No. 1, Mei:22-42.
- Kartikasari, Dewa Ayu Surya. 2005. Pengaruh Pemoderasi FCF terhadap Hubungan antara Set Peluang Investasi dengan *Return Saham*. *Skripsi*. Universitas Udayana. Denpasar.
- Mardiyah, Aida Ainul. 2003. Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial, *Earnings Management*, dan *Free cash flow* terhadap Utang dan Kinerja. *Proceding Konferensi Nasional Akuntansi*. Fakultas Ekonomi. Universitas Trisakti. Jakarta.
- Pramastuti, Suluh. 2007. Analisis Kebijakan Dividen : Pengujian Dividen *Signaling Theory & Rent Extracting Hypothesis*. UGM. Yogyakarta
- Puspitasari, Novi dan Tatang Ary Gumanti. 2005. *Investment Opportunity Set*, Risiko dan Kinerja Finansial dalam Tahapan Siklus Kehidupan Perusahaan Publik di Indonesia Tahun 1999-2003. *Symposium Riset Ekonomi II*. Surabaya (23-24 November) : 1-18.
- Subekti dan Kusuma. 2000. Asosiasi antara Set Kesempatan Investasi dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen Perusahaan, Serta Implikasinya pada Perubahan Harga Saham. *Symposium Nasional Akuntansi III*. Depok . 820- 840.
- Suranta, Eddy, Pratana P. M., dan Fitrawati Ilyas. 2005. Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Struktur Modal. *Jurnal Akuntansi Bisnis Manajemen*. Vol.

12, No.2, Hal. 101-115

- Tandelilin, Eduardus. 2001. *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio Edisi Pertama*. BPFE Yogyakarta.
- Yenaldi, Marfrial. 2007. Pengaruh Kebijakan Investasi Terhadap Kebijakan Kompensasi. *Skripsi*. Universitas Bengkulu. Bengkulu.
- Yudianti, F. Ninik. 2004. *The Effect of Investment Opportunity Set and Earnings Management to the Relationship between Free cash flow and Shareholder Value*. Universitas Sanata Dharma.